

Ликвидность как характеристика рисков компании: методы оценки и принципы управления

Liquidity as a Characteristic of Corporate Risk: Assessment Methods and Management Principles

УДК 658.14



Скобелева Инна Петровна

заведующий кафедрой Государственного университета морского и речного флота им. адмирала С. О. Макарова (Санкт-Петербург), доктор экономических наук, профессор
198035, Санкт-Петербург, Двинская ул., д. 5/7

Inna P. Skobeleva

Admiral Makarov State University of Maritime and Inland Shipping
Dvinskaya Str. 5/7, St. Petersburg, Russian Federation, 198035



Макарова Василиса Александровна

доцент Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (Санкт-Петербург), кандидат экономических наук, доцент
194100, Санкт-Петербург, Кантемировская ул., д. 3

Vasilisa A. Makarova

National Research University — Higher School of Economics
Kantemirovskaya Str. 3, St. Petersburg, Russian Federation, 194100

В статье представлен анализ основных трудов в области управления ликвидностью компании и обоснована авторская точка зрения на системное управление ликвидностью компании.

Цель. Изучение фундаментальных принципов управления ликвидностью компании как с позиции недопущения кризиса неплатежеспособности, так и с позиции стратегического среза воздействия ликвидности на стоимость компании.

Задачи. Изучить и проанализировать методы и показатели оценки ликвидности компании, возможные финансовые последствия неудовлетворительного управления ликвидностью, источники риска потери ликвидности и сформировать принципы управления ликвидностью.

Методология. В настоящей работе с помощью общих методов научного познания в различных аспектах рассмотрен стратегический аспект управления ликвидностью компании, выявлены тенденции, характерные для его современного состояния, и определены основные принципы. Результаты эконометрического анализа взаимосвязи уровня ликвидности и рентабельности активов, выполненные на данных о состоянии 89 отечественных компаний отрасли, показали наличие нелинейной связи между ними, позволили идентифицировать пороговые точки в совместной динамике ликвидности и рентабельности

с выделением трех диапазонов положительного и отрицательного характера их взаимодействия.

Результаты. Реализация принципа взаимосвязи управления ликвидностью с общей стратегией развития компании определяет необходимость двухуровневой системы управления ликвидностью в рамках финансового менеджмента. В зависимости от общей стратегии компании используются разные политики (агрессивная, консервативная, умеренная) в области формирования уровня, структуры и финансирования оборотных активов, что в совокупности определяет уровень ликвидности в рамках заданного допустимого риска.

Выводы. Предложенные принципы и многоуровневый подход к управлению ликвидностью компании, нацеленные на создание стоимости, развивают инструментарий комплексной оценки и управления этой ключевой характеристикой деятельности компании в системе финансового менеджмента.

Ключевые слова: риск, ликвидность и платежеспособность компании, оценка риска ликвидности, рентабельность, стратегия, компромисс «ликвидность — рентабельность»

Для цитирования: Скобелева И. П., Макарова В. А. Ликвидность как характеристика рисков компании: методы оценки и принципы управления // Экономика и управление. 2018. № 7 (153). С. 42–53.

The present article analyzes major works in the field of corporate liquidity management and substantiates the authors' views of a systems approach to corporate liquidity management.

Aim. The study aims to examine the fundamental principles of corporate liquidity management from the perspective of both preventing insolvency and providing some strategic insight regarding the effects of liquidity on company value.

Tasks. The authors examine and analyze methods and indicators of corporate liquidity assessment as well as potential financial consequences of poor liquidity management. Moreover, they examine the sources of liquidity loss risk and establish some liquidity management principles.

Methods. This study uses various aspects of general scientific methods of cognition to examine strategic aspects of corporate liquidity management, determine trends in the current state and development of such implemented policies, and identify basic principles. An econometric analysis of the relationship between the level of liquidity and profitability of assets based on 89 Russian companies shows a non-linear relationship and makes it possible to identify threshold points in the combined dynamics of liquidity and profitability, distinguishing between three ranges of positive and negative patterns throughout their interaction.

Results. Implementation of the principle of correlation between liquidity management and the general corporate development strategy determines the need for a two-level liquidity management system within the framework of the company's financial management. Depending on the general corporate strategy, companies adopt different policies (i.e., aggressive, conservative, moderate) relating to the level, structure, and funding of current assets, which collectively determine the liquidity level within a specified risk tolerance.

Conclusion. The developed principles and the multi-layered approach to corporate liquidity management aimed at value creation expand the set of tools for comprehensive assessment and management of this key characteristic pertaining to the company's activities in its financial management system.

Keywords: risk, corporate liquidity and solvency, liquidity risk assessment, profitability, strategy, compromise between liquidity and profitability

Citation: Skobeleva I. P., Makarova V. A. Likvidnost' kak kharakteristika riskov kompanii: metody otsenki i printsipy upravleniya [Liquidity as a Characteristic of Corporate Risk: Assessment Methods and Management Principles]. *Ekonomika i Upravlenie*, 2018, no. 7 (153), pp. 42–53.

Ликвидность компании — одна из ключевых финансовых характеристик ее деятельности, отражающая финансовые риски функционирования компании. Недостаточная ликвид-

ность несет с собой отрицательные финансовые последствия для компании и ее стейкхолдеров, включая деловых партнеров, вплоть до банкротства. При внешней очевидности содержания понятия «ликвидность компании» наблюдаются определенные различия в его трактовке, равно как и в наборе показателей измерения ликвидности.

Для всесторонней качественной оценки ликвидности компании, возможных финансовых последствий ее состояния, а также формирующих ее факторов, способов поддержания, причин и источников рисков потери ликвидности, составляющих важную информацию для обоснования и принятия управленческих решений, недостаточно традиционных показателей. Поэтому компаниям требуется полноценная система измерения этого сложно структурированного объекта финансового управления.

Мы исходили из предположения, что стратегический подход в управлении ликвидностью, опирающийся на взаимосвязь риска и рентабельности, ее дифференциацию в зависимости от общей стратегии компании, является важным конкурентным преимуществом в достижении роста стоимости бизнеса.

При определении содержания понятия «ликвидность компании» основная дискуссия сосредоточена на различии или тождественности понятий «ликвидность» и «платежеспособность организации». Например, в вопросах краткосрочного финансового планирования в международных стандартах финансовой отчетности ликвидность фирмы определяется как способность осуществлять денежные выплаты в объеме и в сроки, предусмотренные контрактами [1]. Она предполагает возможность произвести расчеты по всем краткосрочным обязательствам [2]. В данном случае понятия «ликвидность» и «текущая платежеспособность» фирмы тождественны. Например, под ликвидностью и платежеспособностью понимают способность фирмы совершать денежные выплаты в полном объеме и в сроки, установленные контрактами [3], а также в зависимости от состава оборотных активов [4].

В экономической литературе представлена и несколько иная точка зрения на ликвидность компании, которая акцентирует внимание на общих факторах ее формирования. В этом случае ликвидность предприятия определяется как наличие у него оборотных активов в размере, теоретически достаточном для погашения краткосрочных обязательств; предприятие теоретически считается ликвидным, если его оборотные средства формально превышают краткосрочные обязательства [5]. Однако выполнение этого условия не всегда позволяет компании своевременно и в полном объеме произвести расчеты по краткосрочным обяза-

тельствам, что является следствием недостатка денежных средств из-за высокой доли в составе текущих активов запасов и/или дебиторской задолженности, их медленной оборачиваемости и низкой ликвидности этих активов (их способности обращения в денежные средства).

В связи с этим сторонники трактовки ликвидности компании как наличия у нее оборотных активов в размере, достаточном для погашения текущих обязательств, используют дополнительную характеристику — *текущую платежеспособность*, отличную от понятия ликвидности, определяя ее как возможность погашения краткосрочных обязательств за счет имеющихся у предприятия денежных средств и их эквивалентов [6]. В данном случае платежеспособность является более широким понятием, чем ликвидность.

В свою очередь, под платежеспособностью (*solvency*) понимается способность предприятия придерживаться графика погашения задолженности перед своими кредиторами. При этом имеется в виду как краткосрочная, так и долгосрочная задолженность. Платежеспособность относится к более длинному горизонту активности. Долгосрочный анализ платежеспособности нацелен на выявление риска банкротства в каждом конкретном году [7].

Показатели ликвидности и текущей платежеспособности позволяют оценить финансовое состояние компании с позиции краткосрочной перспективы, характеризуя ее способность рассчитаться по своим краткосрочным обязательствам. Обобщая изложенные точки зрения на сущность ликвидности компании, определим ее как *способность компании своевременно и в полном объеме оплатить свои краткосрочные обязательства за счет текущих активов*. При этом ликвидность представляет собой потенциальную платежеспособность и определяет методологические подходы к ее измерению. Поэтому все авторы [8–10], в том числе и те, кто различают понятия «ликвидность» и «текущая платежеспособность», используют для оценки текущей платежеспособности коэффициенты ликвидности. При этом «ликвидность считается лучшим показателем того, в какой степени требования кредиторов обеспечиваются активами, которые могут быть достаточно быстро обращены в денежные средства. Она является наиболее популярным показателем краткосрочной платежеспособности компании» [11].

Ликвидность компании — одна из ее ключевых финансовых характеристик, а риск потери ликвидности — важнейшая составляющая общего финансового риска деятельности компании, определяющая жизнеспособность бизнеса. Если компания не имеет возможности погасить свои текущие обязательства по мере наступления сроков их исполнения, то ее даль-

нейшее существование ставится под сомнение, что отодвигает все остальные показатели ее деятельности на второй план.

При управлении ликвидностью компании следует учитывать, что существует несколько степеней ликвидности компании, которые различаются финансовыми последствиями. Прежде всего необходимо выделить *недостаточную ликвидность*, степень которой можно охарактеризовать тремя позициями:

1. Первая степень недостаточной ликвидности означает, что компания не имеет возможности воспользоваться преимуществом скидок с цены товаров, услуг, предоставляемых поставщиками за более раннюю оплату, а также возникающими выгодными коммерческими возможностями. На этом уровне недостатка ликвидности компания теряет прибыль. У руководства компании существенно ограничена свобода выбора при принятии управленческих решений.
2. Более значительный недостаток ликвидности подразумевает неспособность компании оплатить свои текущие долги и обязательства, что может привести к продаже долгосрочных вложений и активов.
3. Наиболее высокая степень недостаточной ликвидности может привести к неплатежеспособности и к банкротству компании.

Недостаточная ликвидность компании имеет отрицательные последствия для ее стейкхолдеров. Для собственников недостаточная ликвидность компании может означать уменьшение прибыльности, потерю контроля, частичную или полную потерю капитала, а для партнеров по бизнесу — неспособность выполнять условия по заключенным контрактам, что может привести к ухудшению условий контрактов, потере связей с поставщиками и покупателями. Для банков-кредиторов недостаточная ликвидность предприятия означает задержку в уплате процентов и основной суммы долга, вплоть до частичной либо полной потери ссуженных компании средств.

В свою очередь, избыточная ликвидность означает потерю потенциальной прибыли и возможности роста бизнеса. В подобной ситуации следует найти источник потенциального дохода, инвестировав в соответствующую сферу приложения капитала свободные денежные средства компании. Нередко избыточная ликвидность компании является стимулом к диверсификации бизнеса, а также к созданию холдингов.

Некоторые авторы выделяют и четвертое состояние ликвидности компании, которое идентифицируется как «точка риска» — равенство текущих активов и текущих обязательства [12]. В такой ситуации компания формально остается ликвидной. Однако в случае, если

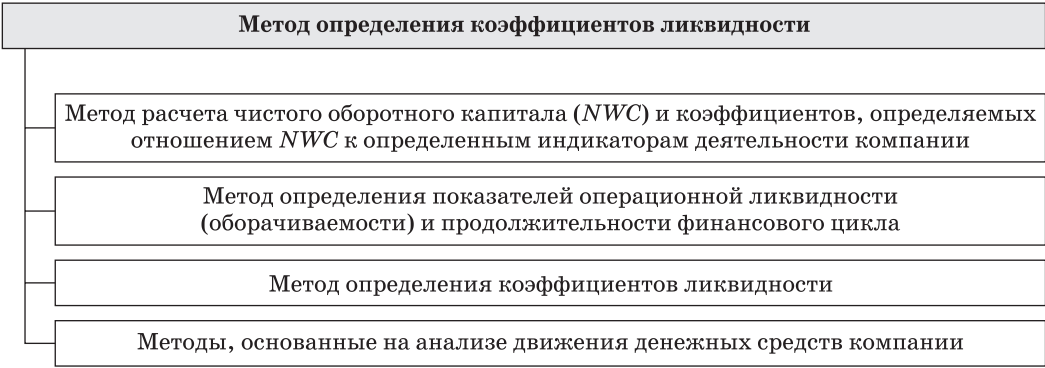


Рис. 1. Методы оценки ликвидности компании

кредиторы предъявят свои требования одновременно, фирма окажется в затруднительном положении, так как она не имеет возможности быстро реализовать все оборотные активы, учитывая, что отдельные элементы текущих активов имеют разную степень ликвидности.

Таким образом, любое устойчивое отклонение от оптимального для компании уровня ликвидности идентифицируется как негативная тенденция, имеет отрицательные, а порой и критические последствия для компании. Недостаток или избыток ликвидности оказывают воздействие на риски и доходность компании, что в свою очередь влияет на ее стоимость.

В зарубежной и отечественной литературе представлен достаточно широкий спектр методов оценки ликвидности компании. На основе их изучения и обобщения мы выделяем актуальные методы (рис. 1), использование которых позволяет всесторонне оценить ликвидность компании, ее ключевые факторы, способы поддержания необходимого уровня ликвидности и, что наиболее ценно, оценить

уровень «риска неспособности фирмы выполнить свои обязательства» [13, с. 64].

Каждая группа методов предусматривает расчет определенных относительных и абсолютных показателей, отражающих объем и структуру оборотных активов, источников их финансирования, а также движение денежных средств компании. Состав, интерпретация и порядок расчета показателей ликвидности компании в рамках представленных методов содержатся в табл. 1.

Для некоторых показателей установлены рекомендуемые значения. Так, для трех базовых коэффициентов ликвидности (текущей, быстрой и абсолютной), различающихся составом текущих активов, которые рассматриваются в качестве покрытия краткосрочных обязательств, рекомендуются интервалы значений, определяющих безопасный уровень соответствующих коэффициентов ликвидности. Эти рекомендации носят общий характер. В то же время допустимый уровень ликвидности конкретной компании зависит от факторов внеш-

Таблица 1

Методы и показатели оценки ликвидности компании

Метод определения коэффициентов ликвидности	
Коэффициент текущей ликвидности (<i>CR, current ratio</i>) позволяет установить, в какой степени текущие активы покрывают текущие обязательства	$CR = \frac{CA}{CL}$, где <i>CA</i> — текущие активы, <i>CL</i> — текущие обязательства
Коэффициент быстрой ликвидности (<i>QR, quick ratio</i>) позволяет определить, какая часть текущих обязательств может быть погашена за счет имеющихся денежных средств и ожидаемых финансовых поступлений	$QR = \frac{(Cash + AR + ShI)}{CL}$, где <i>Cash</i> — денежные средства и денежные эквиваленты, <i>AR (account receivables)</i> — дебиторская задолженность, <i>ShI</i> — краткосрочные финансовые вложения
Коэффициент абсолютной ликвидности (<i>CAR, cash asset ratio</i>) позволяет определить, какая часть текущей задолженности может быть погашена на дату составления баланса (или другую дату)	$CAR = \frac{(Cash + ShI)}{CL}$
Метод определения чистого оборотного капитала и его уровня по отношению к определенным индикаторам деятельности компании	
Чистый оборотный капитал (<i>NWC, net working capital</i>) определяет величину оборотных активов, финансируемых за счет безрисковых источников (собственные средства и долгосрочные обязательства). Характеризует запас ликвидности для кредиторов компании	$NWC = CA - CL$

Коэффициент обеспеченности чистым оборотным капиталом показывает достаточность чистого оборотного капитала компании для финансирования текущей деятельности. В данном случае при оценке ликвидности как характеристики текущей платежеспособности компании долгосрочные обязательства условно приравниваются к собственным средствам. Это условие не принимается при наличии признаков несостоятельности. В этой ситуации рассчитывается коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами			$\frac{NWC}{CA}$
Отношение NWA (<i>net working assets</i> , чистые текущие активы) к выручке характеризует запас ликвидности на рубль выручки компании			$\frac{NWA}{R}$, где R (<i>revenue</i>) — выручка
Отношение NWA к активам характеризует уровень запаса ликвидности на рубль выручки и активов компании			$\frac{NWA}{TA}$
<i>Метод определения показателей операционной ликвидности и финансового цикла</i>			
Период оборачиваемости дебиторской задолженности (RTD , <i>receivables turnover in days</i>), дни			$RTD = \frac{360}{RTR}$, где RTR (<i>receivables turnover ratio</i>) — коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности
Период оборачиваемости запасов (ST , <i>stock turnover</i>), дни			$ST = \frac{Inventory}{COGS} \cdot 36$, где <i>Inventory</i> — среднегодовое значение запасов, <i>COGS</i> — ежедневные производственные издержки
Период оборота кредиторской задолженности (APT , <i>accounts payable turnover</i>), дни			$APT = \frac{Total\ purchases}{AP} \cdot 360$, где <i>Total purchases</i> — среднегодовая стоимость закупок, <i>AP</i> (<i>accounts payable</i>) — средняя кредиторская задолженность за период
Финансовый цикл (<i>cash conversion cycle</i>) показывает количество дней между погашением кредиторской и дебиторской задолженности; характеризует ликвидность компании, формируемую в операционной деятельности			$Cash\ conversion\ cycle =$ $= RTD + ST - APT,$ $Cash\ conversion\ cycle =$ $= Operating\ cycle - APT,$ где <i>Operating cycle</i> — операционный цикл
<i>Метод анализа движения денежных средств</i>			
Инструментарий анализа движения денежных средств включает прямой и косвенный методы	Прямой метод — анализ движения денежных средств на основе отчета о движении денежных средств	Позволяет: - определить основные источники притока и основные направления оттока денежных средств, чистый денежный поток (разность притока и оттока денежных средств); - установить взаимосвязь между объемом продаж и денежной выручкой; - определить достаточность денежных средств для оплаты текущих обязательств	
	Косвенный метод — анализ движения денежных средств на основе использования информации, содержащейся в балансе и отчете о прибылях и убытках	Позволяет: - установить связь между денежными средствами компании и прибылью; объяснить причины расхождений между финансовыми результатами и свободными остатками денежной наличности; - определить влияние различных факторов финансово-хозяйственной деятельности организации на чистый денежный поток, установить, какие факторы сыграли наиболее существенную роль в отвлечении денежных средств и какие источники были привлечены организацией для компенсации денежной массы	

ней среды, стадии жизненного цикла, а также отраслевой принадлежности, определяющей специфику деятельности и особенности формирования базовых индикаторов, формирующих ликвидность, включая структуру оборотных активов и систему расчетов с партнерами.

Кроме того, традиционные рекомендации относительно, например, нормы безопасного

уровня коэффициента текущей ликвидности, равном 2 и выше, не учитывают противоречия, обусловленного проблемой связывания необоснованно значительных денежных средств в чистом оборотном капитале компании, что является источником риска ликвидности. В связи с этим многие компании, решая задачу поиска компромисса между высоким уровнем

текущей ликвидности и оптимизацией чистого оборотного капитала, стремятся к снижению коэффициента текущей ликвидности путем повышения эффективности управления чистым оборотным капиталом [9]. Сказанное, в частности, находит отражение в результатах исследования О. В. Тевелевой [14], выполненного на материалах 15 774 компаний 59 стран мира, для которых автором выполнены расчеты коэффициента текущей ликвидности. Результаты расчета для компаний такой репрезентативной выборки показали, что в среднем только треть компаний поддерживает коэффициент текущей ликвидности на уровне выше 2, а для компаний таких инфраструктурных отраслей, как транспорт и телекоммуникации, этот индикатор еще ниже (17%). Большинство же компаний выборки обеспечивает уровень коэффициента текущей ликвидности в широком интервале от 1 и до 2.

Возвращаясь к табл. 1, необходимо отметить, что ряд перечисленных в ней показателей, характеризующих ликвидность компании, не представлены в отечественной литературе, но используются в зарубежной аналитической практике [15]. Так, показатель отношения чистых оборотных активов к выручке, характеризующий уровень запаса ликвидности на рубль выручки, активно используется в зарубежной аналитической практике с разработкой рекомендаций по уровню этого коэффициента в отраслевом разрезе [16]. Коэффициент, определяемый отношением NWC к активам, как характеристика ликвидности компании, является обязательной составляющей целого ряда моделей оценки вероятности банкротства, разработанных зарубежными и отечественными учеными [17–19].

Следует отметить, что в зарубежной практике финансового менеджмента, как правило, не используется показатель абсолютной ликвидности. Контроль за этим показателем ликвидности осуществляется путем определения и постоянного поддержания требуемого остатка денежных средств, а также и формирования портфеля ликвидных ценных бумаг. С этой целью разработаны соответствующие модели (Баумоля и Миллера — Орра) [20].

Ликвидность компании зависит и от *оборачиваемости* отдельных составляющих оборотного капитала, скорости трансформации в денежные средства запасов, дебиторской и кредиторской задолженности. Для оценки ликвидности компании с позиции движения всех элементов оборотного капитала, скорости их оборота используется метод, основанный на расчете показателей периода оборачиваемости, включая показатель продолжительности финансового цикла, зависящей от скорости оборота других элементов оборотного капитала.

Замедление оборачиваемости текущих активов требует дополнительного финансирования и находит отражение в продолжительности и структуре операционного и финансового циклов как характеристики ликвидности компании. Длительный финансовый цикл свидетельствует о недостатке денежных средств для погашения кредиторской задолженности, высоких рисках потери платежеспособности и необходимости привлечения банковского кредита. Анализ финансового цикла и его составляющих позволяет получить информацию о способах повышения ликвидности компании или факторах избыточной ликвидности дополнительно к анализу ликвидности на основе коэффициентов ликвидности и чистого оборотного капитала.

В целом, представленные методы и показатели позволяют дать всестороннюю оценку ликвидности компании, возможных финансовых последствий ее состояния, а также формирующих ее факторов, способов поддержания ликвидности, причин и источников рисков потери ликвидности, что составляет важную информацию для обоснования и принятия управленческих решений.

Уровень и динамика ликвидности зависит от эффективности управления оборотным капиталом компании, является составной компонентой управления объемом и структурой оборотных активов, а также их финансирования. При этом управление ликвидностью влияет на доходность и риски бизнеса, что требует соблюдения следующих принципов управления ликвидностью компании в рамках политики управления оборотным капиталом компании как важного блока способов и инструментов реализации целей и задач финансового менеджмента:

- принцип постоянного поддержания достаточной ликвидности;
- принцип компромисса «риск — доходность»;
- принцип взаимосвязи управления ликвидностью с общей стратегией развития компании.

Принцип постоянного поддержания достаточной ликвидности предполагает обоснование, в том числе оптимальных резервов ликвидности с учетом уровня неопределенности внешней среды компании. Опасность недостатка и утраты ликвидности — составляющая финансовых рисков компании. В случае потери ликвидности создается разбалансированность положительного и отрицательного денежных потоков предприятия по объему и во времени, и это является наибольшей угрозой для его дальнейшего существования.

Принцип компромисса «риск — доходность» базируется на фундаментальной концепции финансового менеджмента, которая относится к любым финансовым и инвестиционным

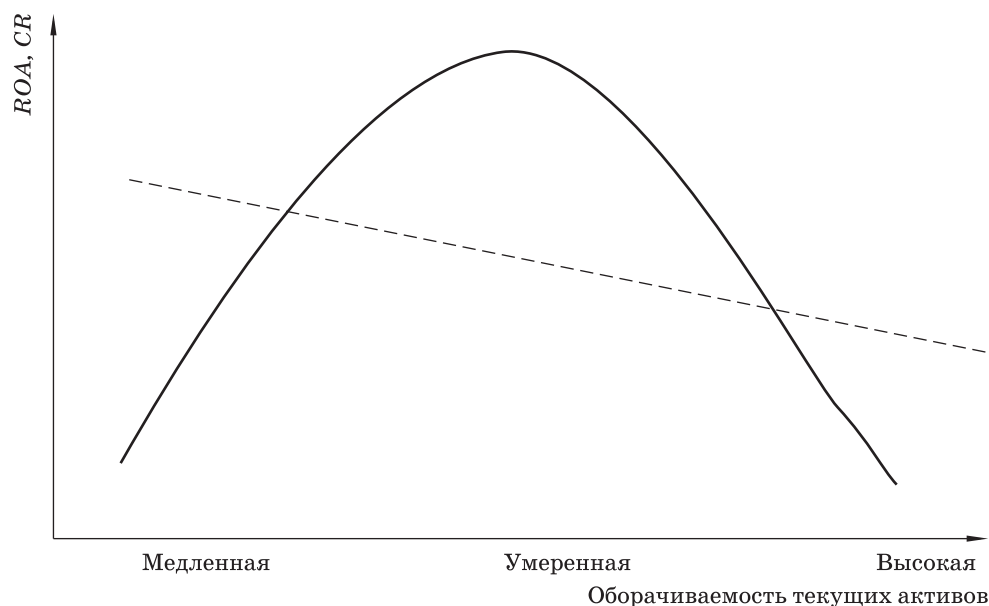


Рис. 2. Взаимосвязь рентабельности активов и риска потери ликвидности компании

решениям и операциям. Концепция «риск — доходность» опирается на признание прямо пропорциональной связи (зависимости) между ожидаемой доходностью и риском любой деловой операции.

Применительно к сфере управления ликвидностью компании этой зависимости подчиняется любое решение краткосрочного характера, определяющее параметры текущих активов и источников их финансирования (объем, структура, риски составляющих оборотного капитала), как факторов, формирующих ликвидность компании. Совокупность этих решений определяет тот или иной уровень ликвидности компании и влияет на рентабельность активов.

Действие принципа «риск — доходность» в сфере управления ликвидностью компании можно продемонстрировать на примере влияния объема текущих активов на показатели текущей ликвидности и рентабельности активов компании. В этом случае характер взаимосвязи объема текущих активов с ликвидностью и рентабельностью активов компании отражается следующей системой уравнений:

$$\begin{cases} CR = \frac{CA}{CL}; \\ ROI = \frac{NS}{TA}; \\ TAT = \frac{TA}{R} \cdot 365, \end{cases} \quad (1)$$

где NS (*net sales*) — выручка от продаж продукции, TA (*total assets*) — размер активов предприятия, ROI — рентабельность инвестиций, TAT (*total assets turnover*) — коэффициент оборачиваемости активов предприятия. Остальные обозначения известны.

Одинаковый объем продаж может быть реализован при разном уровне оборотных активов,

что отражается в уровне оборачиваемости активов (TAT в системе уравнений). Так, увеличение объема оборотных активов и замедление скорости их оборота приводят к повышению коэффициента ликвидности, но при этом снижается рентабельность активов. При чрезмерно быстрой оборачиваемости текущих активов уровень оборотных средств может оказаться недостаточным для поддержания ликвидности, а также производственного процесса, что увеличивает риск потери платежеспособности и ведет к потерям прибыли и рентабельности. При умеренной оборачиваемости текущих активов (в «компромиссной зоне») обеспечивается достаточный уровень прибыли и рентабельности при допустимом риске потери платежеспособности (рис. 2).

Таким образом, если компания при данном объеме продаж поддерживает высокий уровень текущих активов, то это решение повышает коэффициент текущей ликвидности, но снижает рентабельность активов компании. В то же время получение выгоды при относительно меньшем объеме финансовых ресурсов, вложенных в оборотные активы, сопровождается ростом риска потери ликвидности. При этом как избыток, так и недостаток ликвидности приводит к снижению рентабельности компании. Поэтому управление ликвидностью предполагает поиск компромисса между необходимостью поддержания определенного уровня ликвидности (в границах допустимого риска) и рентабельностью активов компании.

Практика компаний подтверждает рассмотренную связь ликвидности и рентабельности компаний как отражение действия принципа «риск — доходность». Исследование этой зависимости для репрезентативной выборки компаний реального сектора экономики Рос-

Таблица 2

Краткая характеристика выборки (Case Processing Summary)

	Cases					
	Принято к расчету		Пропущено		Всего	
	N	Доля, %	N	Доля, %	N	Доля, %
CR	89	100,0	0	0,0	89	100,0

Таблица 3

Описательная статистика (Descriptives)

			Статистика	Стандартное отклонение
CR	Среднее		1,744317	0,1288626
	95% Доверительный интервал для среднего	Нижняя граница	1,488014	
		Верхняя граница	2,000619	
	5% Усеченное среднее		1,678003	
	Медиана		1,656246	
	Дисперсия		1,395	
	Стандартное отклонение		1,1810453	
	Минимум		0,0240	
	Максимум		4,9181	
	Диапазон		4,8941	
	Межквартильный диапазон		1,9497	
	Асимметрия		0,652	0,263
	Куртозис		−0,006	0,520

Таблица 4

Пороговые значения распределения ликвидности

		Персентиля						
		5	10	25	50	75	90	95
Среднее взвешенное	CR	0,252164	0,329796	0,696181	1,656246	2,645835	3,175026	3,849812
Сгибы Тьюки	CR			0,700184	1,656246	2,642124		

сии (расчеты выполнены по материалам 89 металлургических компаний за 2016 г., табл. 2 и 3) свидетельствует о наличии нескольких четко выраженных сегментов, различающихся уровнем риска потери ликвидности и соответствующим им размером рентабельности активов.

Названные сегменты идентифицированы в соответствии с диапазоном уровня показателя текущей ликвидности (табл. 4), установленным на основе пороговых значений коэффициента ликвидности, определенным методом статистического анализа по сгибам Тьюки.

В рамках представленных диапазонов ликвидности рентабельность активов компаний существенно различается. Так, для компаний с высоким риском потери ликвидности характерен низкий уровень доходности активов. По мере роста ликвидности рентабельность активов соответствующих компаний возрастает до определенного уровня с тенденцией снижения при накапливании избыточной ликвидности (рис. 3).

Однофакторный дисперсионный анализ ANOVA (рис. 4) в пределах статистической значимости показал, что наивысшей рентабельностью активов обладают компании с уровнем

ликвидности от 1,66 до 2,64 (в среднем около 20%). Для компаний с уровнем текущей ликвидности, равном 0,7 и ниже, значение рентабельности минимально (до 5,5%). У компаний с ликвидностью выше 2,64 рентабельность резко падает до среднего значения около 9%.

Сила связи и наличие нелинейной зависимости между уровнем ликвидности и рентабельности подтверждается критерием Крамера, который равен 0,602, и U-критерием Манна — Уитни (0,02), что свидетельствует о существенном влиянии риска ликвидности в рамках обозначенных пороговых значений, формирующих сегменты, на уровень рентабельности активов компании. Зависимость риска потери ликвидности (коэффициента текущей ликвидности) и рентабельности активов по фактическим данным компаний выборки представлена на рис. 5.

Принцип взаимосвязи управления ликвидностью с общей стратегией развития компании. Компания может реализовать одну из корпоративных стратегий — роста, стабилизации или выживания. В свою очередь стратегия роста может быть реализована различным образом, что формирует параметры темпов развития и повышения эффективности с позиции конечной цели стратегического развития

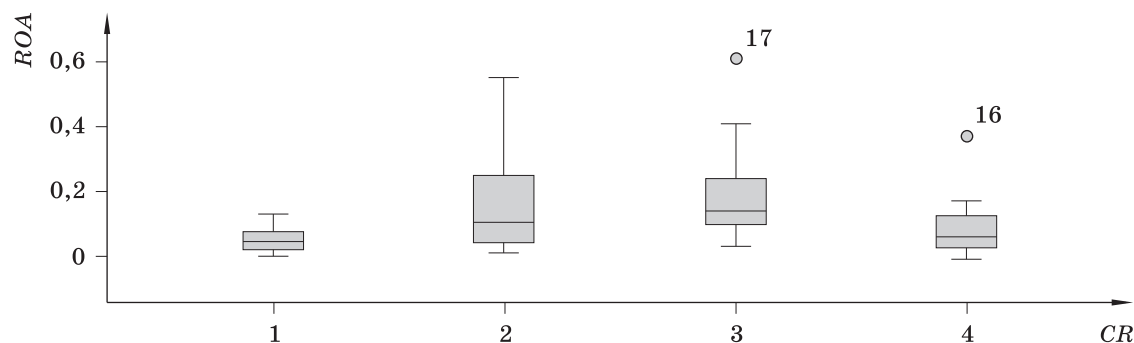


Рис. 3. Графический анализ влияния ликвидности на рентабельность активов

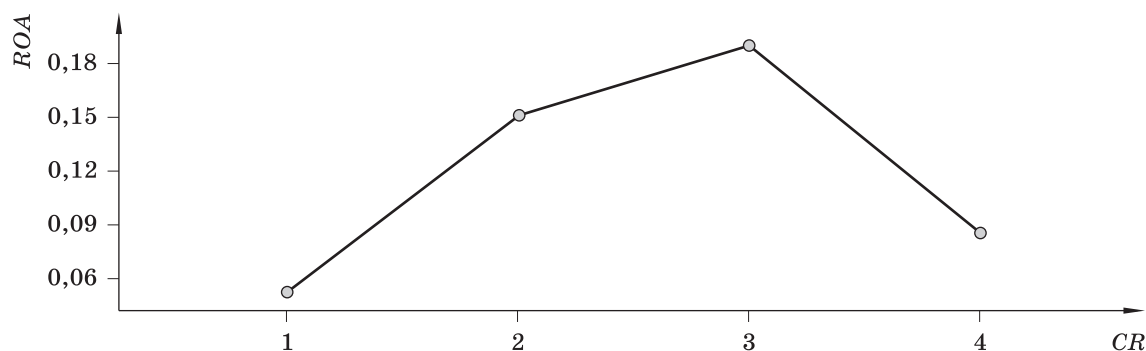


Рис. 4. Связь ликвидности и доходности активов в пороговых точках групп компаний

компании (внутренний рост, диверсификация, интеграция).

Общая стратегия компании поддерживается функциональными стратегиями, в том числе финансовой. В зависимости от реализуемой общей стратегии и ее финансовой поддержки компания должна использовать разные методы и инструменты обеспечения постоянной ликвидности для достижения стратегических целей бизнеса.

Несмотря на то что ликвидность является характеристикой текущей деятельности, функционирования компании в оперативном режиме, реализация названных принципов определяет необходимость *двухуровневой* системы управления ликвидностью в рамках финансового менеджмента компании.

На первом уровне формируется общая политика компании в отношении ликвидности в соответствии со стратегией развития и требованиями обслуживающей ее финансовой стратегии.

На втором уровне осуществляется управление отдельными компонентами оборотного капитала — запасами, дебиторской и кредиторской задолженностью, остатком денежных средств. При этом учитывается, что все элементы оборотного капитала, их движение связаны между собой. Эту взаимосвязь можно продемонстрировать следующим образом, используя *NWA* в качестве показателя ликвидности:

$$\begin{aligned} Inventory + PR + Cash &= NWA + CA, \\ NWA &= Inventory + PR + Cash - CA. \end{aligned} \quad (2)$$

Управление отдельными компонентами оборотного капитала также подчиняется стратегическим целям и требованиям финансовой стратегии компании.

Политика управления оборотным капиталом — составляющая финансовой стратегии компании, которая обслуживает ее общую стратегию.

Политика управления оборотным капиталом компании формируется за пределами оперативной работы и определяется не столько внутренними, сколько внешними факторами. При изменении внешних факторов меняется и политика. К основным внешним факторам, влияющим на политику управления оборотным капиталом, относятся появление новых рынков, конкурентов, изменение цен на сырье, процентных ставок, фазы жизненного цикла отрасли, компании, экономики.

Определяемые политикой уровень и структура оборотных активов компании, а также способы их финансирования влияют на ликвидность компании и рентабельность ее активов. Таким образом, реализуется компромисс «ликвидность — рентабельность».

Политика управления оборотным капиталом строится как по отношению к формированию оборотных активов, так и их финансированию.

Политика формирования оборотных активов. Общие требования к формированию объема и структуры оборотных активов заключаются в следующем:

- объем оборотных активов и их элементов должен быть минимально необходимым для

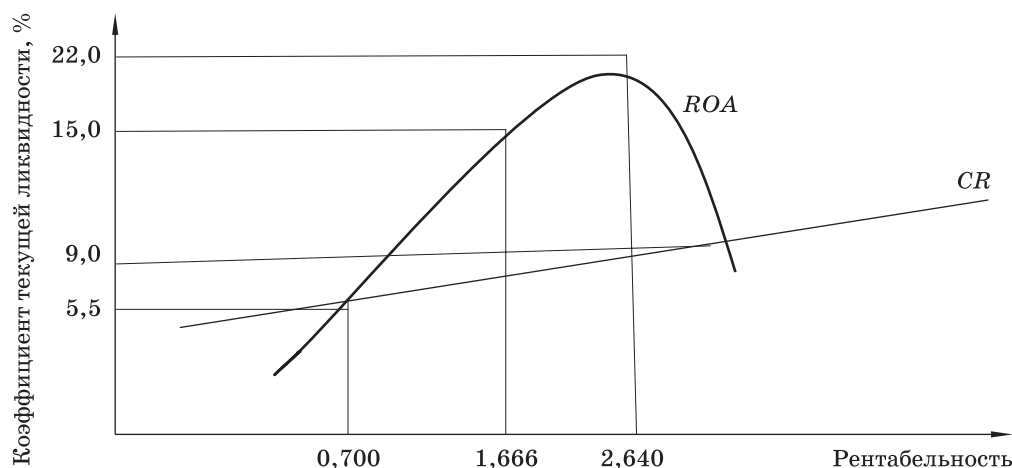


Рис. 5. Связь рентабельности и ликвидности компаний, построенная по фактическим данным компаний

обеспечения бесперебойной и ритмичной работы предприятия, что обеспечит максимальный уровень прибыли и рентабельности активов;

- объем и структура оборотных активов должны быть достаточными для поддержания ликвидности.

В то же время в условиях рыночной неопределенности, действия тех или иных внешних и внутренних факторов одинаковый объем продаж компании, как отмечалось выше, может поддерживаться разным уровнем оборотных активов. При этом компания может проводить консервативную, агрессивную или умеренную политику формирования оборотных активов.

При *консервативной политике* фирма имеет достаточно высокий уровень запасов денежных средств, стимулирует увеличение объема продаж через отсрочку платежей, при этом возрастает дебиторская задолженность. Такая политика направлена на поддержание высокой ликвидности, но в ущерб прибыли и рентабельности компании. При *агрессивной политике* оборотные активы поддерживаются на минимальном уровне. Рентабельность активов при такой политике высока, но повышается и риск потери ликвидности. *Умеренная политика* предполагает умеренный риск потери ликвидности.

В целом агрессивная политика в области управления оборотными активами предполагает получение выгоды от относительно меньшего объема финансовых ресурсов, вложенных в оборотные активы, высокую оборачиваемость запасов, дебиторской задолженности, денежных средств. При этом риск потери ликвидности наиболее высок. При консервативной политике компания испытывает меньший риск потери ликвидности, но объемы запасов, дебиторской задолженности, остатка денежных средств выше, их оборачиваемость медленнее, что требует дополнительного финансирования,

приводит к потере потенциальной прибыли и снижению рентабельности активов.

Политика финансирования оборотных активов. Политика в области финансирования оборотных активов определяет структуру финансирования оборотных активов, соотношение собственных (в общем случае долгосрочных) источников их финансирования и краткосрочных обязательств.

При *консервативной политике финансирования* собственные средства компании покрывают потребность в финансировании оборотных активов в размере, превышающем минимальный объем оборотных средств, который необходим предприятию для осуществления производственно-коммерческой деятельности. Краткосрочные обязательства покрывают некоторую часть дополнительных потребностей в оборотных активах при колебании деловой активности, росте продаж. Такая политика характеризуется как минимальными рисками потери ликвидности, так и низкой эффективностью, поскольку часть прибыли резервируется для покрытия дополнительной потребности в оборотных активах, связанной с колебаниями рынка продаж. *Агрессивная политика финансирования* характеризуется тем, что за счет краткосрочных долгов финансируются оборотные активы в размере ниже их минимальной потребности. Такая политика предусматривает высокий уровень кредиторской задолженности, а также использование краткосрочных кредитов банка. Эффективность использования финансовых ресурсов здесь максимальна, но риски потери ликвидности в связи с высоким уровнем краткосрочных обязательств велики. При *умеренной политике финансирования* оборотных активов за счет краткосрочных долгов финансируются оборотные активы в размере их минимальной потребности. Умеренная политика построена на согласовании сроков активов и обязательств, что снижает риск ликвидно-

сти. В этом случае должны быть согласованы сроки коммерческого и банковского кредита со сроками оборачиваемости текущих активов. Если сбыт продукции и погашение дебиторской задолженности замедляются, то могут возникнуть трудности с погашением кредиторской задолженности и кредитов банка.

Таким образом, на стадии разработки способов реализации стратегии компании предусматривается соблюдение компромисса «ликвидность — рентабельность» в системе управления оборотным капиталом для достижения стратегических целей компании. При этом консервативная политика формирования и финансирования оборотных активов является самой «дорогой» моделью управления оборотным капиталом, так как потери потенциальной прибыли и рентабельности активов максимальны. В этом случае компания имеет очень ограниченные возможности роста, но при этом риск потери ликвидности остается минимальным. Агрессивная политика формирования оборотных активов в сочетании с агрессивной политикой их финансирования обеспечивает наибольшую прибыль и рентабельность активов при минимально допустимом уровне ликвидности. Такой вариант реализуют растущие компании. Следовательно, ликвидные затруднения могут свидетельствовать не о финансовом нездоровье и неплатежеспособности компании, но о динамичном развитии, активном наращивании продаж и быстром освоении рынка в соответствии со стратегическими целями.

Помимо этого, реализация названных выше принципов управления ликвидностью требует сбалансированности стратегических и краткосрочных целей, что нашло отражение в таком инструменте управления, как «матрица финансовой стратегии», предложенном французскими исследователями Ж. Франшоном и И. Романе [21]; позднее это нашло освещение в работах Е.С. Стояновой [12]. Из более современных методик известна матрица, разработанная в рамках концепции стоимостного управления [22, с. 111].

Названный инструментариум отражает *обратное* влияние ликвидности компании на выбор стратегии ее развития. Формирование прямых и обратных связей в системе управления ликвидностью на стратегическом и тактическом уровне, подчиненное изложенным принципам управления, — важный фактор успешного развития компании, движущая сила роста ее стоимости.

В качестве будущих направлений исследований представляется актуальной разработка многофакторной модели оптимизации уровня ликвидности для эффективной поддержки стратегии роста компании, опирающейся на вариацию ликвидности в безопасных пределах,

параметры маркетинговой и инвестиционной политики, рационализацию структуры оборотного капитала с учетом взаимосвязи всех его составляющих и необходимости определенного запаса ликвидности, обусловленного неопределенностью внешней бизнес-среды, а также выбор вариантов его реализации для стратегического успеха компании в конкурентном пространстве.

Литература

1. *IFRS 2007 The general framework for the preparation and presentation of financial statements*, par. 16.
2. *Ehiedu V. C. The Impact of Liquidity on Profitability of Some Selected Companies: The Financial Statement Analysis (FSA) Approach // Research Journal of Finance and Accounting*. 2014. Vol. 5, N 5. P. 81–90.
3. *Almeida H., Campello M., Cunha I., Weisbach M. Corporate Liquidity Management: A Conceptual Framework and Survey // Annual Review of Financial Economics*. 2014. Vol. 6. P. 135–162.
4. *Басовский Л. Е. Современный стратегический анализ: учебник*. М.: Инфра-М, 2013. 256 с.
5. *Финансы: учебник и практикум для академического бакалавриата / под общ. ред. Н. И. Берзона*. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2016. 498 с.
6. *Коваленко О. Г. Экономическая сущность оценки платежеспособности предприятия // Современные научные исследования и инновации*. 2017. № 1. [Электронный ресурс]. URL: <http://web.snauka.ru/issues/2017/01/74887> (дата обращения: 28.03.2018).
7. *Căruntu C., Lăpăduși M. L. The analysis of the indicators which reflect the ability of companies of facing short term obligations and medium and long term maturities // Annals of the „Constantin Brâncuși” University of Târgu Jiu. Economy Series*. 2012. Issue 4. P. 89–95.
8. *Nyabwanga R. N., Ojera P., Otieno S., Nyakundi F. N. An Empirical Analysis of the Liquidity, Solvency and Financial Health of Small and Medium Sized Enterprises in Kisii Municipality // European Journal of Business and Management*. 2013. Vol. 5, N 8. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.iiste.org/Journals/index.php/EJBM/article/view/5090/5180> (дата обращения: 28.03.2018).
9. *Opler T., Pinkowitz L., Stulz R. M., Williamson R. The determinants and implications of corporate cash holdings // Journal of Financial Economics*. 1999. Vol. 52. P. 3–46.
10. *Бернштейн Л. А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация / пер. с англ. М.: Финансы и статистика, 2003. 624 с.*
11. *Brigham E. F., Ehrhardt M. C. Financial Management: Theory and Practice*. 13th edition. South-Western College Pub, 2010. 1186 p.
12. *Финансовый менеджмент: теория и практика: учебник / под ред. Е.С. Стояновой*. 5-е изд., перераб. и доп. М.: Перспектива, 2003. 656 с.
13. *Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / пер. с англ. 2-е изд. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. 1323 с.*
14. *Тевелева О. В. О нормативных значениях текущей ликвидности // Аудит и финансовый анализ*. 2015. № 6. С. 255–259.

15. Wild J. J., Subramanyam K. R., Halsey R. F. *Financial Statement Analysis*. 9th edition. McGraw-Hill, 2007. 657 p.
16. Helfert E. A. *Techniques of Financial Analysis: a guide to value creation*. McGraw-Hill Higher Education, 2002. 570 p.
17. Altman E. I. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy // *Journal of Finance*. 1968. Vol. 23, N 4. P. 589–609.
18. Springate G. L. V. Predicting the Possibility of Failure in a Canadian Firm. Unpublished M.B.A. Research Project, Simon Fraser University, 1978. 164 p.
19. Давыдова Г. В., Беликов А. Ю. Методика количественной оценки риска банкротства предприятий // *Управление риском*. 1999. № 3. С. 13–20.
20. Бриггем Ю., Гапенски Л. *Финансовый менеджмент: полный курс в 2-х т. Т. 2 / пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева*. СПб.: Экономич. школа, 2004. 669 с.
21. Frachon G., Romanet Y. *Finance d'Entreprise. Comprendre et maitriser l'evolution financiere de l'entreprise*. Paris: CLET, 1996. 308 p.
22. Мэй М. *Трансформирование функции финансов*. М.: Инфра-М, 2010. 236 с.
- able at: <https://www.iiste.org/Journals/index.php/EJBM/article/view/5090/5180>. Accessed 28.03.2018.
9. Opler T., Pinkowitz L., Stulz R. M., Williamson R. The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 1999, vol. 52, no. 1, pp. 3–46. Available at: https://cpbus-w2.wpmucdn.com/u.osu.edu/dist/0/30211/files/2016/05/Determinants_cash-holdings-1w4ptsv.pdf.
10. Bernstein L. A. *Financial statement analysis: Theory, application, and interpretation*. Homewood, IL: Richard D Irwin Publ., 1978. 784 p. (Russ. ed.: Bernstein L. A. *Analiz finansovoy otchetnosti: teoriya, praktika i interpretatsiya*. Moscow: Finansy i statistika, 2003. 624 p.).
11. Brigham E. F., Ehrhardt M. C. *Financial management: Theory and practice*. Nashville, TN: South-Western College Publ., 2010. 1186 p.
12. Stoyanova E. S., ed. *Finansovyy menedzhment: teoriya i praktika* [Financial management: Theory and practice]. Moscow: Perspektiva Publ., 2003. 656 p.
13. Damodaran A. *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. N. Y.: John Wiley & Sons, Inc. Publ., 2001. 992 p. (Russ. ed.: Damodaran A. *Investitsionnaya otsenka. Instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov*. Moscow: Alpina Business Books Publ., 2004. 1323 p.).
14. Teveleva O. V. O normativnykh znacheniyakh tekushchey likvidnosti [Normative values of the current liquidity ratios]. *Audit i finansovyy analiz*, 2015, no. 6, pp. 255–259.
15. Wild J. J., Subramanyam K. R., Halsey R. F. *Financial statement analysis*. N. Y.: McGraw-Hill/Irwin Publ., 2007. 657 p.
16. Helfert E. A. *Techniques of financial analysis: A guide to value creation*. N. Y.: McGraw-Hill/Irwin Publ., 2002. 570 p.
17. Altman E. I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 1968, vol. 23, no. 4, pp. 589–609. DOI: 10.2307/2978933.
18. Springate G. L. V. *Predicting the possibility of failure in a Canadian firm: A discriminant analysis*. Burnaby, BC: Simon Fraser Univ., 1978. 164 p.
19. Davydova G. V., Belikov A. YU. Metodika kolichestvennoy otsenki riska bankrotstva predpriyatiy [The method of quantitative assessment of the risk of bankruptcy of enterprises]. *Upravleniye riskom*, 1999, no. 3, pp. 13–20.
20. Brigham E. F., Gapenski L. C. *Financial management: Theory and practice*. Chicago: Dryden Press Publ., 1991. 1176 p. (Russ. ed.: Brigham E., Gapenski L. *Finansovyy menedzhment: polnyy kurs (in 2 vols.)*. St. Petersburg: The School of Economics Publ., 2004. Vol. 2. 669 p.).
21. Frachon G., Romanet Y. *Finance d'Entreprise. Comprendre et maitriser l'evolution financiere de l'entreprise* [Business finance. Understanding and controlling the financial evolution of the company]. Paris: CLET, 1996. 308 p.
22. May M. *Transforming the finance function to add company wide value*. Englewood Cliffs, NJ: Financial Times Publ., 1999. 256 p. (Russ. ed.: May M. *Transformirovaniye funktsii finansov*. Moscow: Infra-M Publ., 2010. 236 p.).

References

1. IFRS 2007 *The general framework for the preparation and presentation of financial statements, par. 16*.
2. Ehiedu V. C. The impact of liquidity on profitability of some selected companies: The financial statement analysis (FSA) approach. *Research Journal of Finance and Accounting*, 2014, vol. 5, no. 5, pp. 81–90.
3. Almeida H., Campello M., Cunha I., Weisbach M. Corporate liquidity management: A conceptual framework and survey. *Annual Review of Financial Economics*, 2014, vol. 6, pp. 135–162. DOI: 10.1146/annurev-financial-110613-034502.
4. Basovskiy L. E. *Sovremennyy strategicheskoy analiz* [Modern strategic analysis]. Moscow: Infra-M Publ., 2013. 256 p.
5. Berzon N. I., ed. *Finansy: uchebnik i praktikum dlya akademicheskogo bakalavriata* [Finance: A textbook and workshop for academic bachelor degree course]. Moscow: Urait Publ., 2016. 498 p.
6. Kovalenko O. G. Ekonomicheskaya sushchnost' otsenki platezhesposobnosti predpriyatiya [Economic substance of the evaluation of the company solvency]. *Sovremennyye nauchnyye issledovaniya i innovatsii*, 2017, no. 1. Available at: <http://web.snauka.ru/issues/2017/01/74887>. Accessed 28.03.2018.
7. Căruntu C., Lăpăduși M. L. The analysis of the indicators which reflect the ability of companies of facing short term obligations and medium and long term maturities. *Annals of the "Constantin Brâncuși" University of Târgu Jiu, Economy Series*, 2012, no. 4, pp. 89–95. Available at: http://www.utgjiu.ro/revista/ec/pdf/2012-04.I/13_CARUNTU%20Constantin.pdf.
8. Nyabwanga R. N., Ojera P., Otieno S., Nyakundi F. N. An empirical analysis of the liquidity, solvency and financial health of small and medium sized enterprises in Kisii Municipality. *European Journal of Business and Management*, 2013, vol. 5, no. 8. Avail-